

冬播春收，建仓良机到来

——投资策略周刊

武幼辉 宏观经济与策略 研究员； 张万成 宏观经济与策略 研究员

电话：020- 87555888-393

020- 87555888-339

eMail: wylh6@gf.com.cn ;

zwc2@gf.com.cn

上周市场评述与本周展望

◆ 上周市场继续延续了调整的局面，大盘在中石油的领跌下出现阴跌。虽然周四在外围股市大涨、“两税合并”尘埃落定等利好刺激下，股指在银行股的带领下出现大幅度的上涨，但反弹仅昙花一现，周五市场再次陷入低迷之中。目前来看，中石油的股价跌破 30 极有可能只是时间问题，低迷的成交量显示投资者信心还未激发，而管理层的态度尚未回暖。下周将继续有中国中铁等新股上市，这对市场的负面影响不可小视。总体来看，后市调整的空间已不大，但重新活跃尚需时间。我们建议投资者可以趁现在开始逐步建仓，为明年的行情作好布局。

投资主题：冬播春收，建仓良机到来

◆ 11 月份的行情以惨淡结束。上证综指大幅下挫 18.19%，同深圳成指一起，纷纷创下历史单月下跌点数之最，我们也一直相信这只不过是牛市中一次正常的调整而已。历史经验表明，基本上所有的国家在大牛市中均经历过大约 1-3 个月的短期调整。从相似的发展阶段来看，日本的经验或许能够带来一些启示。

◆ 在上世纪 80-90 年代的大牛市期间，日本股市也经历了短暂的调整。1987 年 10 月 14 日，东京证券交易所股票静态市盈率达到高点 92.28 倍，随后在美国股灾的影响下，日经 225 指数在 1 个月内调整了 23%，之后又振荡了 1 个半月。但伴随着市场信心的逐渐恢复，日本股市在随后的两年里继续延续了牛市的格局。

◆ 如果对比中国和日本股票市场，我们可以发现两国的牛市基础大体相同。但对于历史上同样处于牛市中短期调整阶段的中、日股市来说，中国在各方面无异优于日本。日本股市在 1987 年经历了短暂调整之后重回上升通道，对于更加健康并且拥有更有利于股票市场发展环境的中国来说，我们也应该对 A 股抱有信心。

◆ 短期来看，市场的弱势特征难以逆转，但在负面影响因素有所弱化的时候，我们相信 A 股最坏的时候已经过去。一、估值压力大幅缓解，目前已经合理；二、外部风险有所释放；三、紧缩性政策的不确定性有所减少；四、中国石油估值逐渐趋向合理。目前市场最大的问题在于信心的缺失，并导致资金面偏紧。今后一段时间，市场仍然需要振荡、筑底，并逐渐企稳，但继续调整的空间已很小了。基于对明年行情继续看好及目前市场走势的判断，12 月份将迎来极佳的建仓机会，冬播春收，布局 2008 正当其时。

市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	4871.78	-3.19%
深证成指	15637.66	-3.58%
沪深 300	4737.41	-2.45%
恒生指数	26541.09	7.92%

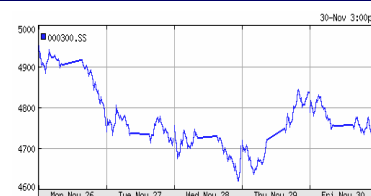
上周上证指数走势



上周深证成指走势



上周沪深 300 走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额（亿）

全部 A 股	4560.21	-4.95%
全部 B 股	32.33	26.54%

投资主题：冬播春收，建仓良机到来

牛市中正常的调整

11月份的行情以惨淡结束。上证综指大幅下挫18.19%，同深圳成指一起，纷纷创下历史单月下跌点数之最，我们也一直相信这只不过是牛市中一次正常的调整而已。历史经验表明，基本上所有的国家在大牛市中均经历过大约1-3个月的短期调整。从相似的发展阶段来看，日本的经验或许能够带来一些启示。

在整个20世纪70-80年代，日本的经济依然保持强劲增长，但已有减缓势头。1985年的“广场协议”之后，日本提高了日元对美元和欧洲国家货币的汇率，之后进入超低利率时期，此后便经历了长达4年多的资产价格暴涨阶段，日经225指数上涨了2倍多。在这一轮大牛市期间，日本股市也经历了短暂的调整。1987年10月14日，东京证券交易所股票静态市盈率达到了高点92.28倍，随后在美国股灾的影响下，日经225指数在1个月内调整了23%，之后又振荡了1个半月。但伴随着市场信心的逐渐恢复，日本股市在随后的两年里继续延续了牛市的格局，到1990年初牛市结束的时候，日经225指数又上涨了85%。

图1：中、日股市在大牛市阶段具有十分相似的走势



数据来源：Bloomberg，广发证券研发中心

如果对比中国和日本股票市场，我们可以发现两国的牛市基础大体相同，包括宏观经济高速发展、本币升值、人口红利和宽松的货币政策环境，等等。但对于历史上同样处于牛市中短期调整阶段的中、日股市来说，中国在各方面无异优于日本：一、基本上，中国的宏观经济仍然保持较高增长，但日本名义GDP增长率已放缓至4%左右；中国上市公司业绩构成中投资收益虽然占据一定比重，但主营业务利润率也有所增长，而日本企业的利润大部分依靠交叉持股带来的账面上的损益；从估值角度，日本股市市盈率大大高于当今中国。三、日本股市上涨的主要原因在于升值带来的外部资金流入，但中国股市除资金推动外，企业业绩高增长是更加重要的因素。三、日本虽然在85年后进入超低利率时代，但日元升值削弱了央行

利率调节的独立性，实际利率仍保持为正；而中国央行加息的步伐尚未跟上CPI上涨的步伐，实际利率为负，显示货币政策明紧暗松。

表1：日本与中国在相似发展阶段宏观经济与股票市场对比

	日本	中国
发展战略	出口导向型	出口导向型
宏观经济	上世纪70-80年代期间快速增长，但在80年代开始已有放缓迹象，年均增长约4%左右。	快速增长，改革开放以来，GDP年均增长9.5%左右，目前保持在10%以上。
汇率	1985年的“广场协议”之后，日元汇率平均每年上升10.4%。	缓慢升值，2005年7月至今人民币兑美元累计升值不到12%。
利率	1985年的“广场协议”之后，日本开始进入超低利率时代，但实际利率保持为正。	央行加息的步伐跟不上CPI上涨的步伐，实际利率为负。
人口结构	上世纪80年代日本处于人口红利阶段。	2010年前中国处于人口红利阶段。
市场表现	上世纪80-90年代，日经225指数上涨了近3倍。	从2005年中旬至今，上证综指上涨了近5倍。
短期调整原因	1987年10月至11月，在估值压力和美国股灾的影响下，日经225指数在1个月内调整了23%，之后振荡了1个半月。	今年10月中旬至今，在估值压力及外围股市影响下，上证综指下挫了20%，如今处于振荡阶段。
企业盈利状况 和市场估值水平	1987年10月14日东京证券交易所股票静态市盈率达到最高的92.28倍，之后两年在牛市带来的投资收益支撑下，估值压力有所缓解，但盈利质量不高。	目前A股成分股静态市盈率为60倍，但上市公司业绩高增长使得08年动态市盈率仅有28倍。企业盈利质量有所下滑，但总体仍然保持较高水平。

数据来源：Bloomberg，东京证券交易所，广发证券发展研究中心

由此可见，中、日股市在大牛市中短期调整的原因是一样的。日本股市在调整之后重回上升通道，而对于更加健康并且拥有更有利于股票市场发展环境的中国来说，我们也应该对A股抱有信心，过度的悲观是不必要的，这只不过是牛市中一次正常的调整而已。

短期弱势尚未逆转，但最坏的时候已经过去

短期来看，市场的弱势特征尚未逆转，但在负面影响因素有所弱化的时候，我们相信A股最坏的时候已经过去。

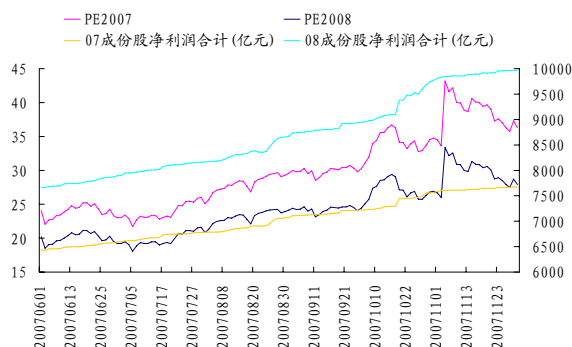
一、估值压力大幅缓解，目前已经合理。本次市场调整的根本原因在于大盘蓝筹股的估值被资金不断推高，而从近期市场风格来看，市值越大跌幅越深，显示不同结构的股票估值水平在不断得到修正。截至到上周末，沪深300指数成分股以08年预测的业绩计算的市盈率不足28倍，如果剔除中国石油，则这一数据将下降至26.8倍。以目前的资金成本（以9%-11%进行估计）和未来上市公司的业绩增长（虽然业绩放缓将成定局，但考虑到目前工业企业处于景气高峰、“两税合并”及外延式增长，明年核心蓝筹仍有可能保持30%以上的增长）来看，我们认为这一估值水平是完全合理的。我们注意到，在近期股指不断调整之时，研究员仍然还在不断上调今、明两年沪深300指数成分股的业绩预期。

二、外部风险有所释放。受美国次级债影响，全球股票指数大幅振荡。目前MSCI全球股票指数市盈率回落至16倍，已具备吸引力。而从市场预期联邦基金利率走势及美联储副主席Donald Kohn11月28日的讲话来看，美联储于12月份再次降息的可能性非常大。根据历史经验，联储降息之前，股票市场均有3周-4周振荡上升的阶段。上周外围主要股指均企稳回升，很明显已经开始提前反映预期。

三、紧缩性政策的不确定性有所减少。我们在3季度的时候就判断，未来央行的货币政策方向是“加息空间有限，升值将会加速”，而3季度央行货币政策执行报告也隐约的预示了这一点。刚刚举行的第十届中欧峰会已明确表示“人民币汇率将更具灵活性”，12月份第三次中美战略经济对话也可能对汇率产生影响，而美联储的降息预期将进一步压缩中国的加息空间。总体来看，未来利率和汇率的调整方向愈加明确，并有利于股票市场。

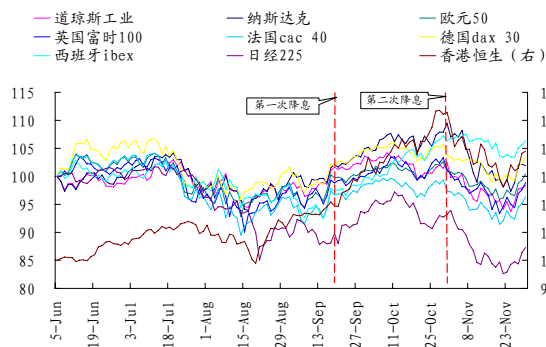
四、中国石油估值逐渐趋向合理。截至到上周末，中石油收盘于31.52元。虽然从市场走势来看，中石油的股价极有可能跌破30元。但根据机构的一致预期，目前已落入合理区间。考虑到其估值水平和战略配置意义，我们认为未来其股价继续下调的空间不会太大，从而对股指的拖累作用将会弱化。

图 2：研究员还在继续上调沪深 300 指数成分股业绩预期，市场估值水平大幅下滑



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图 3：美联储降息之前，全球股指在预期下往往会出现 3 周 - 4 周的提前反映



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

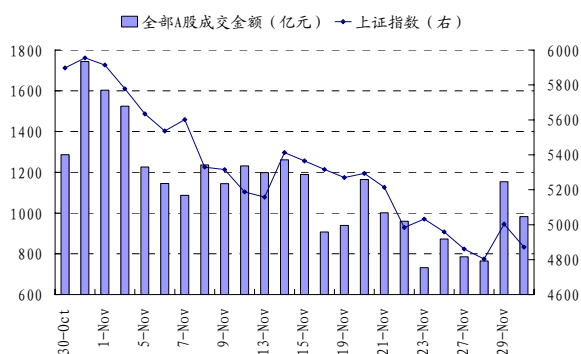
总体来说，我们认为目前市场最大的问题在于信心的缺失，并导致资金面偏紧。今后一段时间，市场仍然需要振荡、筑底，并逐渐企稳，但继续调整的空间已很小了。基于对明年行情继续看好及目前市场走势的判断，12月份将迎来极佳的建仓机会，我们建议投资者不必在意短期的波动，冬播春收，大胆在12月份布局2008。

上周市场评述

上周市场回顾

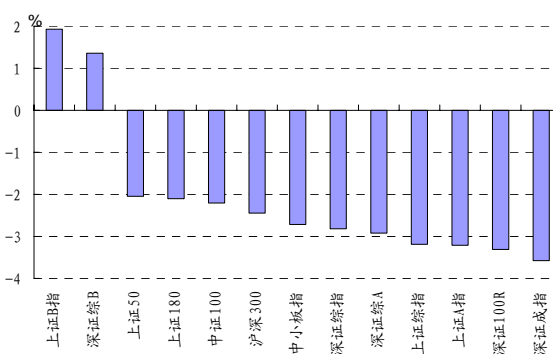
上周市场继续延续了调整的局面。虽然周一有巨量新股申购资金解冻，但在市场风险溢价程度显著上升之时，资金入市意愿显然不强，大盘在中石油的领跌下由红转绿，并在随后几天出现阴跌。在外围股市大涨、“两税合并”尘埃落定等利好刺激的情况下，周四大盘在银行股的带领下出现大幅度的上涨，但由于量能并未有效放大，且中石油股价尚未回归到位，反弹仅昙花一现，周五市场再次陷入低迷之中。截至到上周末，上证指数收盘于4871.78，一周下跌3.19%。伴随着股市的调整，市场成交量继续有所萎缩，显示投资者态度依然谨慎。

图 4：上周大盘继续调整，成交量维持低位



数据来源：wind资讯

图 5：上周 A 股出现普跌，B 股表现出色



数据来源：wind资讯

本周市场展望

目前来看，中石油的股价跌破30极有可能只是时间问题，这将继续拖累股指。低迷的成交量显示投资者信心还未激发，而管理层的态度尚未回暖。下周将继续有中国中铁等新股上市，在资金面已经偏紧的情况下，这对市场的负面影响不可小视。总体来看，目前市场总体估值水平已具备吸引力，后市调整的空间已不大，但重新活跃尚需时间。我们建议投资者可以趁现在考虑适当逐步建仓，为明年的行情作好布局。

行业表现与估值

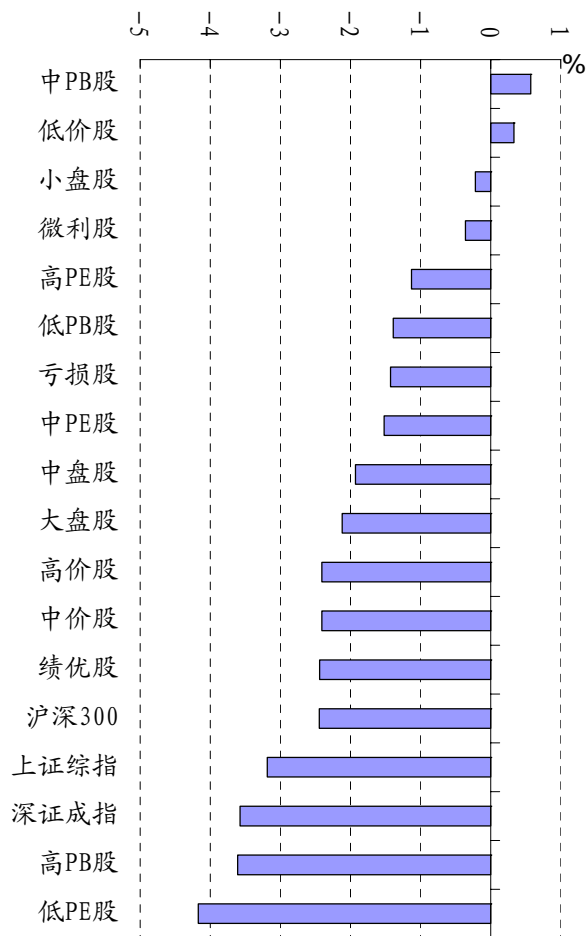
上周大部分行业继续出现下跌。其中，在重组预期之下，电信服务继续其良好的表现，而在“两税合并”的刺激下，银行股也小幅上涨。此外，钢铁股在铁矿石涨价的预期下出现了大幅下调，证券、有色金属、零售、房地产等行业均表现不佳。风格指数上，低价股、小盘股和微利股较为抗跌，低PE股跌幅最深，显示热点仍在转换。截至到上周末，全部A股和沪深300以今年预测业绩计算的动态市盈率分别为36.15和36.06，以PEG指标来看，市场估值水平更加合理。

图 6：上周不同行业涨跌幅



数据来源：wind资讯

图 7：上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源：wind资讯

表2：各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			市盈率		PEG 07-08cagr
		06e	07e	08e	06	07e	
能源	26.86	0.11	0.21	0.17	45.20	36.99	2.39
材料	10.29	0.42	0.51	0.32	46.78	27.91	1.14
化工	2.21	-0.10	1.94	0.37	155.29	38.89	1.54
建材	0.71	5.09	2.24	0.71	136.48	40.31	1.01
容器与包装	0.08	-0.06	0.70	0.40	70.44	34.16	1.29
铝	1.69	0.77	0.24	0.24	46.98	36.27	1.97
金属非金属	1.80	1.63	0.36	0.27	48.99	34.02	1.56
钢铁	3.30	0.24	0.37	0.29	27.23	18.84	0.83
纸与林木产品	0.32	0.09	1.13	0.50	64.20	26.45	0.82
工业	11.34	0.22	0.94	0.33	81.66	37.08	1.34
资本货物	5.29	0.57	0.95	0.38	89.77	36.09	1.41
商业服务与用品	0.05	n. a.	1.24	0.20	209.54	54.41	3.28
运输	6.01	0.07	0.94	0.30	75.08	37.79	1.27

可选消费	4.79	2.04	1.31	0.36	104.99	36.89	1.36
汽车与汽车零部件	1.46	0.90	1.15	0.31	73.32	31.39	1.08
耐用消费品与服装	1.53	-3.07	3.21	0.37	173.02	31.71	1.23
消费者服务	0.43	0.08	0.63	0.45	117.31	63.70	2.19
媒体	0.24	0.81	0.26	0.54	82.46	65.27	2.09
零售业	1.13	2.33	0.83	0.36	108.46	43.25	1.87
日常消费	2.62	1.83	0.70	0.42	111.99	56.90	2.03
食品与主要用品零售	0.30	3.67	0.62	0.41	76.11	42.29	1.48
食品、饮料与烟草	2.23	1.66	0.76	0.40	120.32	59.95	2.11
家庭与个人用品	0.09	1.19	-0.07	0.92	100.62	53.81	3.03
医疗保健	1.32	0.15	1.12	0.41	109.52	40.40	1.51
医疗保健设备与服务	0.04	0.18	-0.55	0.48	77.29	52.51	n. a.
制药、生物科技与生命科学	1.28	0.15	1.20	0.40	111.09	40.28	1.46
金融	37.71	0.33	0.79	0.43	66.00	36.23	1.10
银行	26.28	0.26	0.56	0.44	53.24	34.18	1.07
多元金融	1.85	n. a.	7.58	0.35	278.40	31.86	1.16
保险	6.53	0.77	2.42	0.35	150.66	44.04	1.31
房地产	3.05	0.79	0.80	0.73	98.77	46.23	1.29
信息技术	1.70	n. a.	10.11	0.45	-982.92	44.17	n. a.
软件与服务	0.32	n. a.	5.44	0.47	340.04	52.11	1.64
技术硬件与设备	1.27	n. a.	545.59	0.45	-292.82	42.73	n. a.
半导体与半导体生产设备	0.11	n. a.	0.46	0.38	63.01	41.61	1.51
电信服务	0.59	0.28	0.25	0.26	57.33	45.85	2.25
公用事业	3.11	0.19	0.23	0.20	47.29	33.22	2.18
电力	2.51	0.18	0.28	0.20	45.45	31.22	1.89
复合型公用事业	0.16	0.14	0.31	0.37	150.92	51.19	4.48
水务	0.26	0.13	0.06	0.15	66.77	59.22	6.43
全部 A 股	100.00	0.28	0.57	0.32	60.15	36.15	1.37
沪深 300	77.38	0.26	0.46	0.30	53.10	36.06	1.40

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

注：其中n. a.表示计算过程中分母为负值，导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07、08年复合增长率之比。

表3：上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
华峰氨纶	化工	曹新	持有	买入	42.65	60.00	2.060	3.200	3.250
岳阳纸业	造纸	陆晓鸣	买入	买入	21.26	25.30	0.306	0.46	
美的电器	家电	周瑾	买入	持有	31.96	31.80		1.27	
新大陆	计算机	惠毓伦	买入	买入	13.58	20.60	0.217	0.466	0.721
信雅达	计算机	惠毓伦	无评级	持有	7.17	7.50	0.072	0.129	0.197
三维通信	电信	李太勇	持有	买入	20.20	27.80	0.510	0.710	1.070

桂冠电力	电力	谢军	无评级	买入	11.95	13.92	0.256	0.348	0.362
山东海化	化工	董力伟	首次评级	持有	12.60	15.00	0.46	0.54	

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

投资策略周刊: 在全球资本市场中定位的 A 股	武幼辉	2007 年 11 月 26 日
投资策略周刊: 机构投资者、管理层态度与市场风格表现	武幼辉	2007 年 11 月 12 日
投资策略周刊: 市场风险加大 超跌绩优股仍有机会	武幼辉	2007 年 11 月 5 日

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。